

期货研究报告

金融研究

宏观周报

戴朝盛—宏观分析师

从业资格证号：F03118012

投资咨询证号：Z0019368

联系电话：0571-28132632

邮箱：daichaosheng@cindasc.com

信达期货有限公司

CINDAFUTURESCO. LTD

杭州市萧山区钱江世纪城天人大厦19-20楼

邮编：311200

债务和关税双重扰动

报告日期：

2025年5月25日

报告内容摘要：

◆国内：全流程降息落地，广谱利率再次下降。今年整体财政支出前移。前4月公共财政累计支出较大，高达9.35万亿，高于历年。政府性基金支出2.61万亿，仅低于2023年和2022年。发改委表示“力争6月底前下达完毕今年全部两种建设项目清单”，预计财政落地速度将加快。

◆国外：特朗普“美丽大法案”具备明显的财政扩张特征。且该法案减税措施前置，减支措施延后。历史上减税方案到期后总被延长，而减支措施在真正要实行时可能受到重重阻碍。如果考虑前置的减税措施永久化，财政路径将进一步恶化。当前该法案还要继续提交参议院审核。根据之前情况来看，参议院很可能会修改该法案，特别是Medicaid方面的开支削减，导致财政更具有扩张性。目前因债务问题，美债利率高企，美元指数走弱，关税问题近几日也再次扰动市场，由于在可预见的未来，相关事件仍将扰动市场，预期该状态仍将持续。

◆房地产高频跟踪：新房销售面积整体还算稳，但已不及三月份。二手房方面一二三线城市全线下滑，特别是一线城市似有逐步回到历史低点的趋势，整体形势较前几个月下滑。

◆国债：新一轮全流程利率下调后，利率市场并无多大反应，持续保持震荡态势。近期资金利率略边际趋紧。尽管MLF超额续作，净投放3750亿元，但仍需关注月底央行买断式逆回购操作情况。鉴于本月买断式逆回购到期9000亿元，降准释放长期资金约1万亿元，预计买断式逆回购缩量概率较大。债券市场偏向谨慎，50年期特别国债发行利率5月23日意外上涨至2.1%，为2022年以来首次。短期内，债市仍可能处于震荡调整状态。利率再创新低时间可能延迟。

◆风险提示：美国经济超预期走强 国内经济超预期走弱

目录

一、 美债务困境引关注，关税扰动再起	3
(一) 全流程降息落地	3
(二) 财政支出进程较快	3
(三) 美财政债务问题发酵	3
二、 房地产政策效果跟踪——一、三线城市成交面积超去年同期	5
三、 国债：继续关注央行态度	7

表目录

表 1: CFRB 的解读	5
---------------------	---

图目录

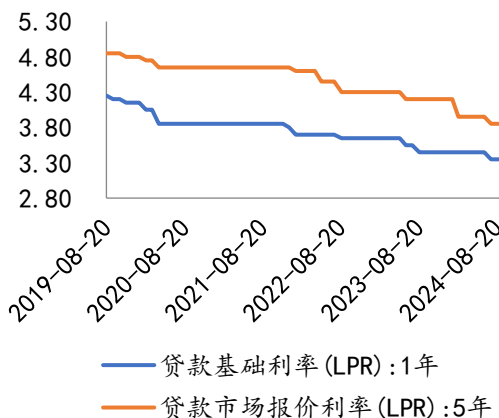
图 1: LPR 降息 10BP (%)	3
图 2: 银行存款端降息幅度更大 (%)	3
图 1: 第一本账累计支出情况 (亿元)	3
图 2: 第二本账累计支出情况 (亿元)	3
图 4: 30 城成交面积低于 2024 年同期趋势 (7DMA)	6
图 5: 一线城市成交面积略高于 2024 年同期趋势 (7DMA)	6
图 6: 二线城市成交面积不及 2024 年 (7DMA)	6
图 7: 三线城市成交面积高于 2024 年 (7DMA)	6
图 8: 二手房挂盘价指数继续下滑	7
图 9: 一线城市挂牌价整体下行	7
图 10: 二线城市挂盘价指数继续下行	7
图 11: 三线城市挂盘价继续回落	7
图 12: 资金利率边际上升 (%)	8
图 13: 同业存单发行利率亦是 (%)	8
图 14: 利率震荡	8

一、美债务困境引关注，关税扰动再起

(一)全流程降息落地

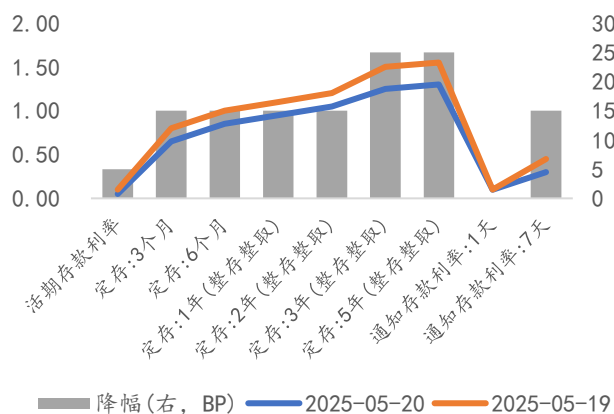
从5月8日7天期逆回购利率下降到5月20日银行负债端存款利率、LPR 银行资产端利率下降，新一轮全流程降息落地。广谱利率再次下降，整体利好债市。从降幅来看，负债端降幅高于资产端，银行净息差得以维护，长端利率降幅大于短端，利率曲线更加扁平化。

图 1: LPR 降息 10BP (%)



资料来源: Wind 信达期货研究所

图 2: 银行存款端降息幅度更大 (%)

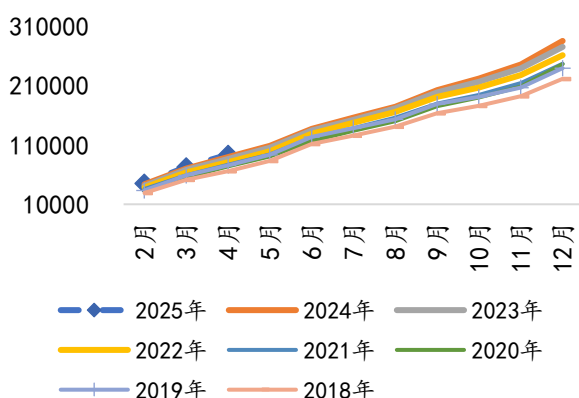


资料来源: Wind 信达期货研究所

(二)财政支出进程较快

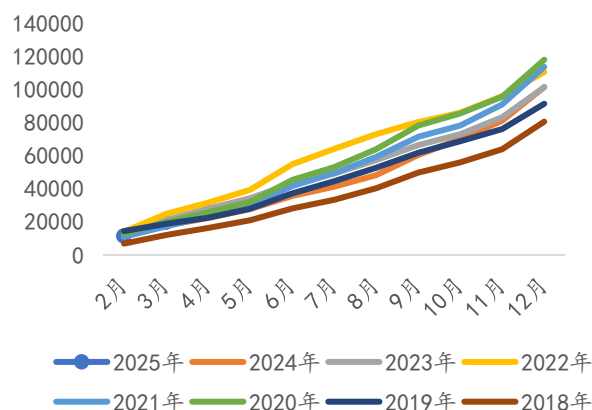
今年整体财政支出前移。前4月公共财政累计支出较大，高达9.35万亿，高于历年。政府性基金支出2.61万亿，仅低于2023年和2022年。发改委表示“力争6月底前下达完毕今年全部两种建设项目清单”，预计财政落地速度将加快。

图 3: 第一本账累计支出情况 (亿元)



资料来源: Wind 信达期货研究所

图 4: 第二本账累计支出情况 (亿元)



资料来源: Wind 信达期货研究所

(三)美财政债务问题发酵

特朗普“美丽大法案”在众议院获艰难通过。从内容来看，主要包括延长并扩大 TCJA、新增减税以及增加税收收入等三部分。根据 CFRB 估算，未来10年将新增赤字3.8万亿。因此，“美丽大法案”具备明显的财政扩张特征。

根据 CFRB 测算，当前的方案大量前置了减税措施，例如国防和移民的一次性拨款要求在2029年之前到位；内涵大量追溯条款，会加大当前的减税力度；一些减税的安排，可能在

2028 年或 2029 年到期；而削减食品券等计划要到 2028 年才开始；因此会导致财政支出前置。历史上，减税方案到期后总被延长，而减支措施在真正要实行时可能受到重重阻碍。如果考虑前置的减税措施永久化，财政路径将进一步恶化。

当前该法案还要继续提交参议院审核。根据之前情况来看，参议院很可能会修改该法案，特别是 Medicaid 方面的开支削减，导致财政更具有扩张性。

目前因债务问题，美债利率高企，美元指数走弱，关税问题近几日也再次扰动市场，由于在可预见的未来，相关事件仍将扰动市场，预期该状态仍将持续。

表 1: CFRB 的解读

委员会	对未来十年赤字的影响 (十亿美元)	占 2025-2034 年 GDP 之比
众议院筹款委员会	3,818	1.06%
延长及扩大 TCJA-居民	3,855	1.07%
延长个人所得税的减免	2,177	0.61%
替代性最低税 (AMT) 改革延长或永久化	1,414	0.39%
延长并扩大标准扣除额度的提升	1308	0.36%
延长和增加儿童税收抵扣	797	0.22%
延长和扩大可转嫁实体扣除	820	0.23%
延长并扩大遗产税减免	212	0.06%
永久废除个人和受抚养人免税额的扣除	-1,870	-0.52%
州和地方税 (SALT) 联邦扣除上限提高至3万美元，高收入纳税人逐步降至1万美元，减少避税	-916	-0.25%
其他	-87	-0.02%
延长 TCJA-企业	278	0.08%
恢复设备投资加速折旧	37	0.01%
恢复研发投入即期扣除	23	0.01%
延长对利息收入的优惠扣除	40	0.01%
延长对跨国企业的税收优惠	174	0.05%
其他	5	0.00%
新增减税	663	0.18%
免除小费税2025-28	40	0.01%
免除加班税2025-28	124	0.03%
老年纳税人增加税收抵扣	72	0.02%
车贷利息抵扣	58	0.02%
设立特朗普账户	17	0.00%
其他居民减税	92	0.03%
允许工厂投资即期折扣2025-2028	148	0.04%
延长清洁燃料税收减免至2031年	45	0.01%
其他企业新增减税	68	0.02%
增加收入的措施	-1,006	-0.28%
废除电动汽车税收减免	-191	-0.05%
逐步取消能源、生产和制造税收减免	-237	-0.07%
废除和改革IRA中的其他税收减免	-131	-0.04%
设立外国企业报复性税收	-116	-0.03%
减少对ACA补贴和对移民的支出	-181	-0.05%
对捐赠基金加税	-23	-0.01%
其他增加收入的措施	-127	-0.04%
武装部队委员会	144	0.04%
司法委员会	110	0.03%
增加的移民申请费用/扩大移民执法和拘留设施/增加移民司法资源		
能源与商务委员会	-910	-0.25%
提高获取医疗补助 (Medicaid) 的工作要求/惩罚将医疗补助扩大到非法移民的州		
国土安全委员会	67	0.02%
教育与劳动力委员会	-351	-0.10%
改革联邦学生贷款和佩尔助学金制度		
监督委员会	-51	-0.01%
交通与基础设施委员会	-37	-0.01%
自然资源委员会	-19	-0.01%
金融服务委员会	-5	0.00%
农业委员会	-230	-0.06%
提高食品券领取者到工作要求/要求州承担更多成本		
合计	2,767	0.77%

资料来源: CFRB 华泰证券 信达期货研究所

二、房地产政策效果跟踪——一、三线城市成交面积超去年同期

高频数据方面，我们继续重点观察房地产。新房销售面积季节性回升，但整体不及去年。其中，一线城市成交面积略好于 2024 年，二线城市继续不及 2024 年，三线城市继续回升，好于 2024 年。如政治局会议预期的那样，现在新房销售市场整体在 2024 年水平附近企稳，但已不及三月份的情形。

请务必阅读正文之后的免责条款5

二手房方面，截至5月12日，一二三线城市挂盘价指数继续全线下跌。二、三线城市挂盘价指数继续维持下行的趋势，一线城市稍微下滑，一线城市挂盘价指数目前已较前平台期明显下滑，似有回到历史低点的趋势。

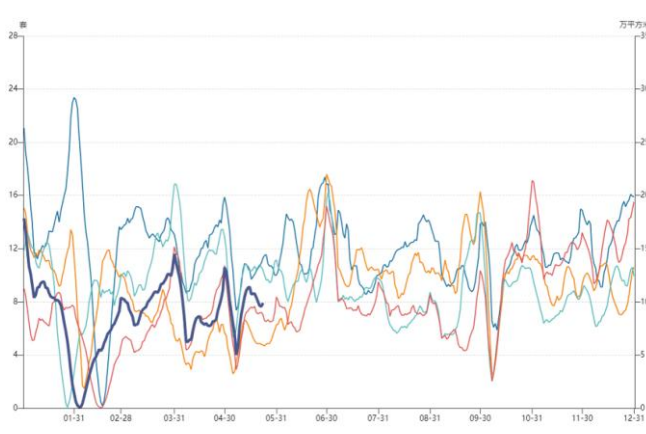
总体来看，新房销售面积整体还算稳，但已不及三月份。二手房方面一二三线城市全线下滑，特别是一线城市似有逐步回到历史低点的趋势，整体形势较前几个月下滑。

图 5：30 城成交面积低于 2024 年同期趋势（7DMA）



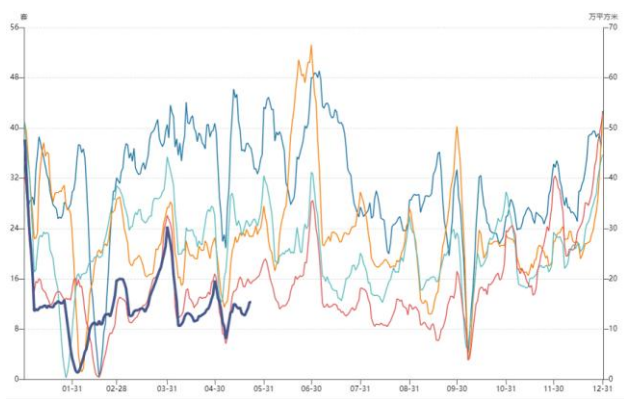
资料来源：Wind 信达期货研究所

图 6：一线城市成交面积略高于 2024 年同期趋势（7DMA）



资料来源：Wind 信达期货研究所

图 7：二线城市成交面积不及 2024 年（7DMA）

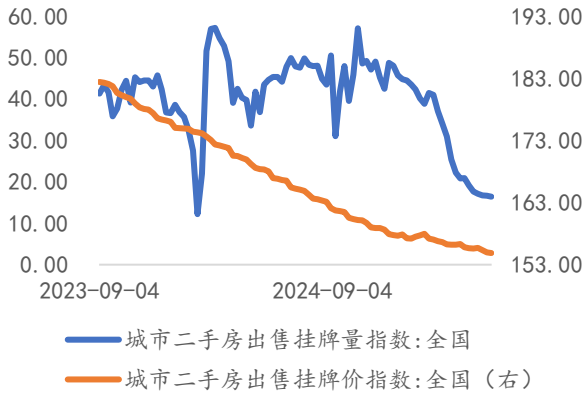


资料来源：Wind 信达期货研究所

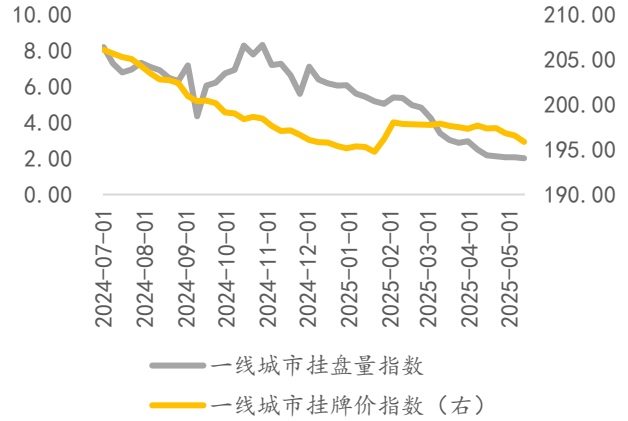
图 8：三线城市成交面积高于 2024 年（7DMA）



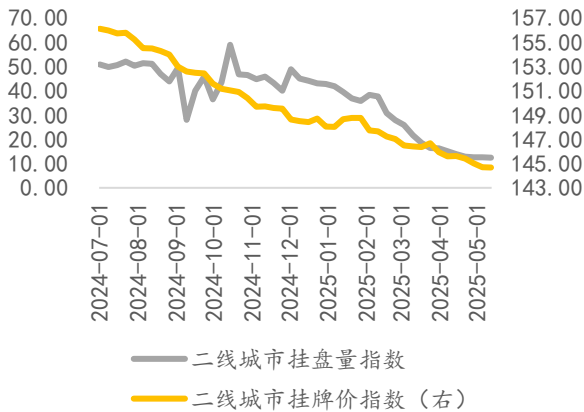
资料来源：Wind 信达期货研究所

图 9：二手房挂牌价指数继续下滑


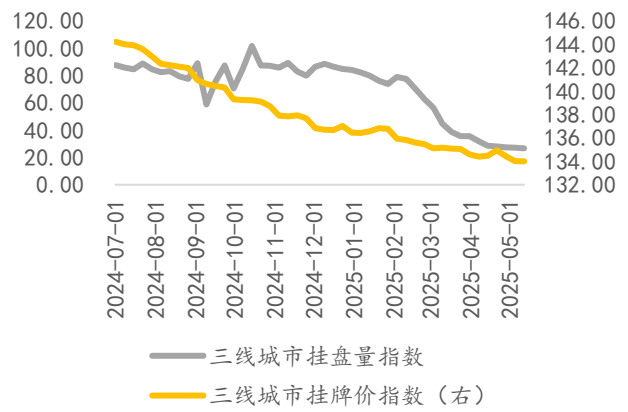
资料来源：Wind 信达期货研究所

图 10：一线城市挂牌价整体下行


资料来源：Wind 信达期货研究所

图 11：二线城市挂牌价指数继续下行


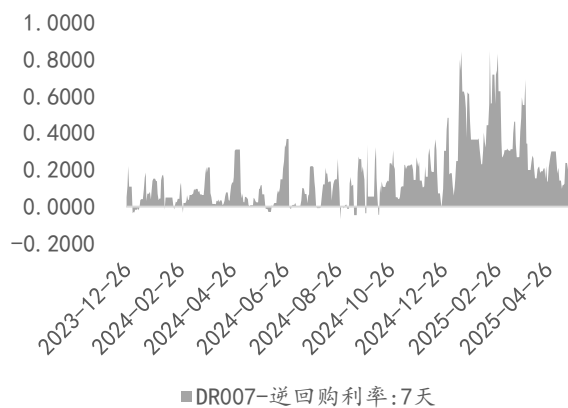
资料来源：Wind 信达期货研究所

图 12：三线城市挂牌价继续回落


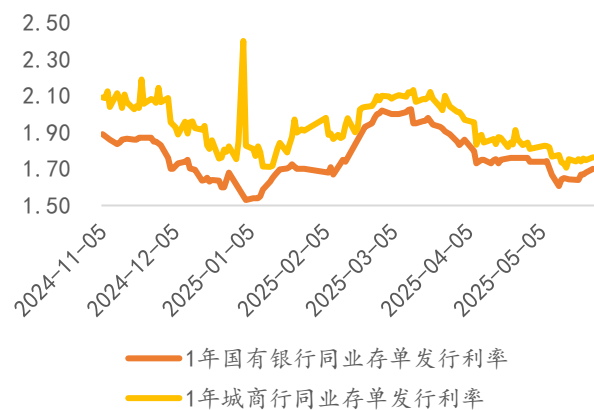
资料来源：Wind 信达期货研究所

三、国债：继续关注央行态度

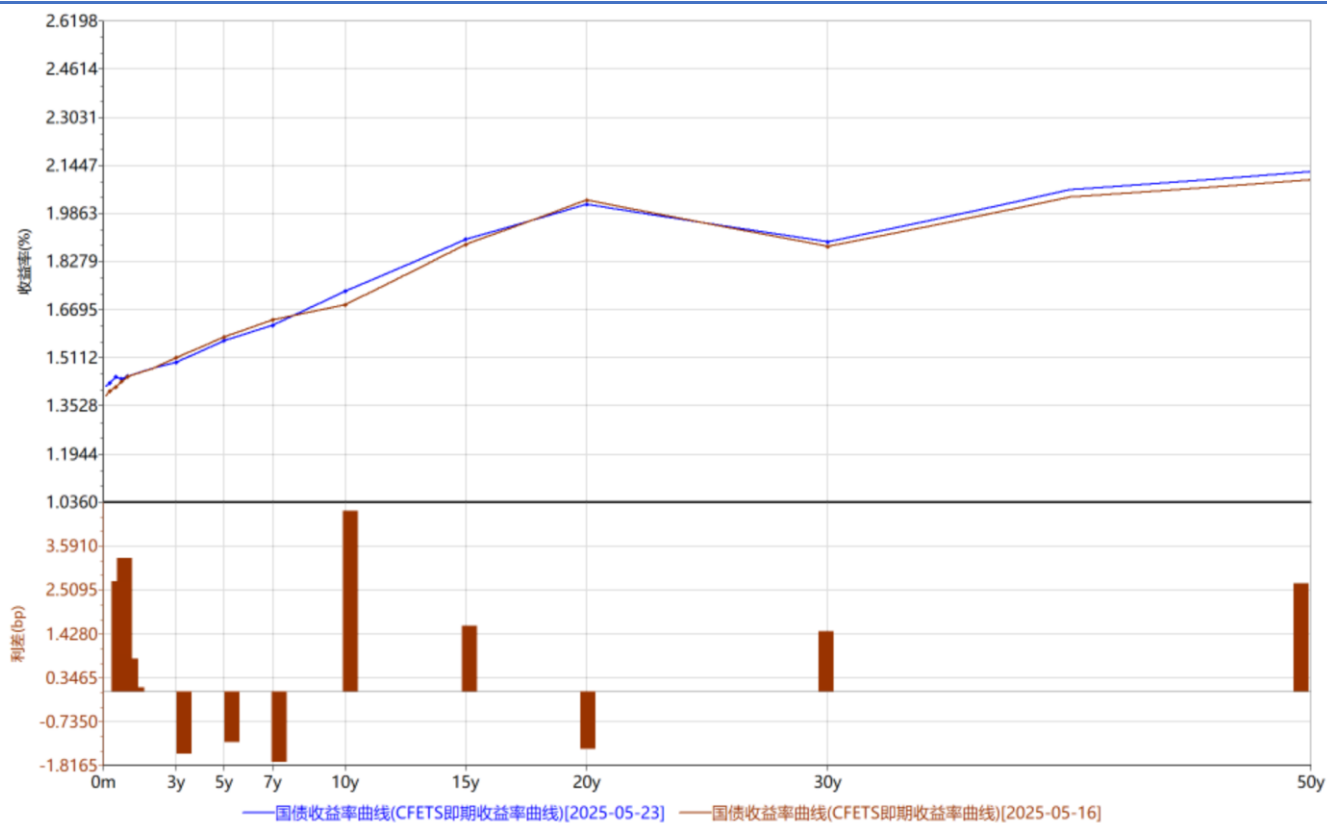
新一轮全流程利率下调后，利率市场并无多大反应，持续保持震荡态势。近期资金利率略边际趋紧。尽管 MLF 超额续作，净投放 3750 亿元，但仍需关注月底央行买断式逆回购操作情况。鉴于本月买断式逆回购到期 9000 亿元，降准释放长期资金约 1 万亿元，预计买断式逆回购缩量概率较大。债券市场偏向谨慎，50 年期特别国债发行利率 5 月 23 日意外上涨至 2.1%，为 2022 年以来首次。短期内，债市仍可能处于震荡调整状态。利率再创新低时间可能延迟。

图 13: 资金利率边际上升 (%)


资料来源: Wind 信达期货研究所

图 14: 同业存单发行利率亦是 (%)


资料来源: Wind 信达期货研究所

图 15: 利率震荡


资料来源: Wind 信达期货研究所

免责声明

本报告由信达期货有限公司（以下简称“信达期货”）制作及发布。

本公司已取得期货交易咨询业务资格，交易咨询业务资格：证监许可【2011】1445号。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且信达期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且信达期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者信达期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

除非另有说明，信达期货拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经信达期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为信达期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经信达期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

【信达期货简介】

信达期货有限公司是专营国内期货业务的有限责任公司，系经中国证券监督管理委员会核发《经营期货业务许可证》，浙江省工商行政管理局核准登记注册（统一社会信用代码：913300001000226378），由信达证券股份有限公司全资控股，注册资本 6 亿元人民币，是国内规范化、信誉高的大型期货公司之一。公司现为中国金融期货交易所全面结算会员单位，为上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所全权会员单位，为上海国际能源交易中心、广州期货交易所会员，为中国证券业协会观察员、中国证券投资基金业协会观察会员。

【全国分支机构】

■ 分支机构分布

CINDA FUTURES



公司分支机构分布

13家分公司 5家营业部

金华分公司、台州分公司、深圳分公司
福建分公司、苏州分公司、四川分公司
宁波分公司、东北分公司、广东分公司
上海分公司、湖北分公司、山东分公司
上海浦东分公司

北京营业部、哈尔滨营业部

石家庄营业部、乐清营业部、富阳营业部



安卓版



iOS版

扫一扫

下载 "信达期货赢+" App

